

środa, 14 listopada 2018 | aktualizacja raportu

Millennium: akumuluj (podwyższona)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Fuzja nadal niezdyskontowana w pełni

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację do akumuluj oraz podwyższamy 9-miesięczną cenę docelową do 10,10 PLN na akcję. Zmiana naszej ceny docelowej wynika z uwzględnienia fuzji z Eurobankiem w naszych prognozach. Pomimo relatywnie wysokiej ceny oceniamy fuzję pozytywnie i uważamy, że była jedynym wyjściem dla Banku Millennium w obliczu wzrostu kapitału nadwyżkowego spowodowanego coraz ostrzejszymi wymogami regulacyjnymi. Fuzja zostanie sfinansowana ze środków własnych, ale oznacza to naszym zdaniem, że Spółka nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne 3 lata. Szacujemy, że przejęcie aktywów Societe Generale w Polsce pozwoli zwiększyć udział rynkowy o 1,6% w kredytach detalicznych oraz o 0,9% w kredytach ogółem. Fuzja będzie także niewątpliwym wsparciem dla wyników banku, chociaż jej pozytywne efekty oceniamy bardziej konserwatywnie niż Zarząd. Oceniamy wzrost EPSu w 2020 roku (pełny rok fuzji) na 15%, a w 2021 na 21% wobec oczekiwań Zarządu na poziomie, odpowiednio +23% i +26%. Uważamy, że obecny re-rating jest uzasadniony, ale Bank Millennium powinien być notowany z dyskontem do PKO BP, chociażby ze względu na gorszy potencjał dywidendowy.

Fuzja wspiera rentowność...

Szacujemy, że fuzja z Eurobankiem w pierwszym roku będzie miała negatywny wpływ na EPS Banku Millennium w wysokości 11%, ale już w 2020 i 2021 pozytywny o odpowiednio +15% i +21%. Negatywny wpływ w 2019 wynika z wysokich kosztów integracji (szacujemy 200 mln PLN) i jedynie połowy roku konsolidacji. Nasze szacunki są bardziej konserwatywne od szacunków Banku Millennium, które mówią o wpływie na EPS w wysokości odpowiednio -15%, +23% i +26%. Transakcja spowoduje wzrost ROE w 2020 roku do 10,8% z prognozowanych 9,8% poprzednio, a zysk netto przekroczy 1 mld PLN. Cały czas uważamy, że konsensus prognoz dla Banku Millennium, który obecnie nie uwzględnia fuzji, jest nadal zbyt optymistyczny (nasze nowe prognozy są zaledwie 7% powyżej na 2020 rok).

...ale niweluje dywidendę

Transakcja spowoduje spadek wskaźnika CET1 do 17,2% (pro forma), ale jednocześnie rozwodnienie kredytów hipotecznych FX poniżej 20% (kredytów ogółem). Oznacza to, że bank spełni obecny wymóg do wypłaty 75% zysku netto w 2020 roku, a po korekcie kryteriów K1 i K2 do 5%. Dotychczasowe działania nadzorczy nie daje nam nadziei na gwałtowne obniżenie kryteriów dywidendowych. Nasze prognozy na najbliższe 3 lata nie zakładają żadnej wypłaty dywidendy.

Wycena z lekkim potencjałem

Na godziwym 2020 P/E 11,9x i P/BV 1,2x wyceniamy Bank Millennium z dyskontem do polskiej średniej i PKO BP. Wyższą wycenę Spółki, niż poprzednio, uzasadniamy przez wzrost rentowności, która jednak nadal jest niższa niż PKO BP czy sektora. Bank ponadto nie płaci dywidendy i uważamy, że w najbliższych 3 latach nie zacznie. Nasza wycena wskazuje na 6% potencjał wzrostu.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 505,8	1 696,5	1 803,9	2 320,8	2 794,8
Wynik pozaodsetkowy	1 122,2	953,1	950,0	1 039,4	1 128,9
Koszty ogółem	1 268,1	1 280,6	1 337,2	1 802,0	1 892,7
Zysk operacyjny*	1 359,9	1 368,9	1 416,8	1 558,1	2 031,0
Zysk netto	701,3	681,2	732,8	741,7	1 028,0
Koszty/przychody (%)	48,3	48,3	48,6	53,6	48,2
ROE (%)	10,5	9,3	9,1	8,5	10,8
P/E (x)	16,4	16,9	15,7	15,5	11,2
P/BV (x)	1,7	1,5	1,4	1,3	1,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	9,49 PLN
Cena docelowa	10,10 PLN
Kapitalizacja	11,51 mld PLN
Free float	5,74 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	16,10 mln PLN

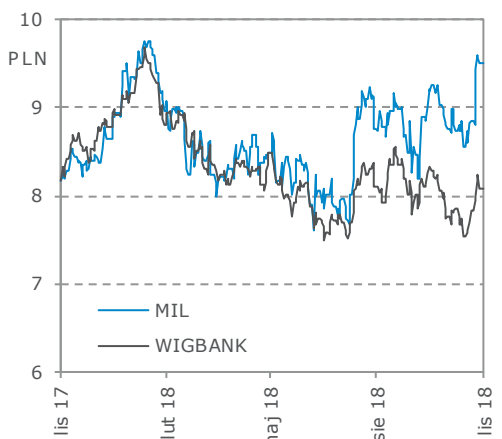
Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	8,99%
PZU OFE	5,60%
Aviva OFE	5,44%
Pozostali	29,87%

Profil spółki

Millennium jest ósmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w kredytach na poziomie ok. 4%. Bank jest obecnie w trakcie przejęcia oddziału Societe Generale w Polsce (Eurobank). Transakcja ma zostać sfinansowana ze środków własnych, sfinalizowana w 2019 roku i doda jeden punkt procentowy udziału rynkowego. Uważamy, że bank będzie musiał nadal utrzymywać wysokie wskaźniki wypłacalności ze względu na relatywnie wysoką ekspozycję na kredyty CHF.

Kurs akcji MIL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Millennium	10,10	8,40	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Millennium	9,49	10,10	+6,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
WNDB	+0,5%	+14,5%	+24,3%
Zysk brutto	-1,7%	-5,9%	+11,3%
Zysk netto	-0,3%	-9,0%	+13,1%

Analicycy:

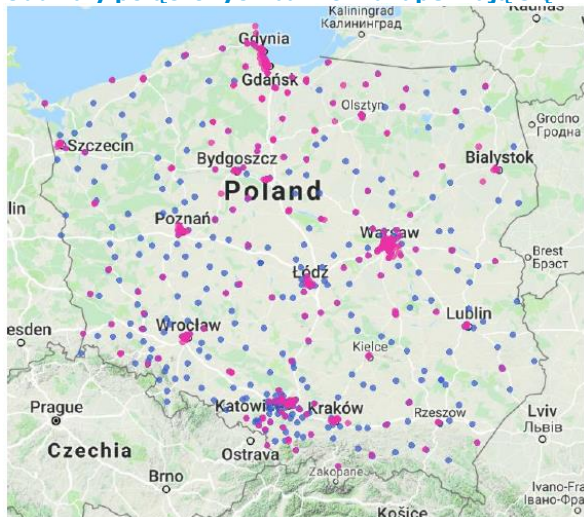
Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Fuzja uzasadnia wysoką cenę za aktywa

Uważamy, że korzyści jakie Bank Millennium osiągnie dzięki fuzji uzasadniają cenę, która znalazła się znacząco powyżej oczekiwań rynku. Bank Millennium zobowiązał się zapłacić 1,8 mld PLN za aktywa Societe Generale co przekłada się na 1,2x P/BV wobec 0,6x P/BV zapłacone przez Santander za aktywa Deutsche Bank czy 0,9x P/TBV za aktywa BPH zapłacone przez Aliora. Niemniej jednak podkreślamy, że cena jest w części uzasadniona przez znacznie wyższą jakość przejmowanych aktywów a w części przez sytuację kapitałową w jakiej znalazł się Bank Millennium. Pomimo wysmienionej sytuacji kapitałowej, która jest także jedną z najlepszych w całym regionie, Bank Millennium nie może płacić dywidendy ze względu na bardzo ostrożne podejście regulatora do banków z ekspozycją na kredyty CHF. Chociaż, w teorii, Bank Millennium byłby w stanie wypłacić 20% zysku netto w 2019 roku to przy obecnym tempie wzrostu banku oznaczałoby dalszą kumulację kapitału. Kumulacja kapitału i brak możliwości ich wypłaty akcjonariuszom spowodowało, że wskaźniki rentowności Banku Millennium należały do jednych z najniższych w sektorze (pomijając banki w restrukturyzacji). W normalnych warunkach regulacyjnych kapitał nadwyżkowy uzasadniałby znaczącą premię do sektora, ale obecne nie stwarzają nadziei na wypłatę nadwyżkowego kapitału nawet za 5 lat. W przeszłości podkreślaliśmy, że jedyną ucieczką z ww. sytuacji jest ucieczka w akwizycje finansowane ze środków własnych. Uważamy, że fuzja wreszcie stwarza możliwość na długotrwałą poprawę rentowności, jest komplementarna pod kątem kredytów i ekspozycji geograficznej oraz pozwoli na realizację celów strategicznych (m.in. 1 mld PLN w 2020 roku). Nasza ocena fuzji, pomimo relatywnie wysokiej ceny uzasadnionej przez specyficzne położenie Banku Millennium, jest pozytywna.

Oddziały połączonych banków uzupełniają się



■ Millennium network: current coverage ■ Additional coverage by eurobank
Źródło: Bank Millennium, Dom Maklerski mBanku

Opis transakcji

Bank Millennium obejmie około 99,79% udział w Euro Banku za kwotę 1 833 mln PLN (1,2x P/BV). Cena zostanie zapłacona gotówką z środków własnych banku Millennium. Bank Millennium m.in. przejmuje portfel hipotecznych kredytów CHF w wysokości około 1,1 mld PLN. SocGen zobowiązał się przez 10 lat pokryć 80% ryzyka kredytowego związanego z tym portfelem co zmniejszy efektywną wagę ryzyka portfela oraz przez 20 lat pokrywać straty związane ze zmianami prawnymi.

Transakcja ma zostać zamknięta w 2Q'19 po otrzymaniu zgód KNF oraz poinformowaniu EBC.

RZiS oraz bilans Eurobanku

W 2017 roku Eurobank wykazał zysk netto w wysokości 103 mln PLN, co przełożyło się na ROE w wysokości 6,8%. Rentowność w 2017 spadła wobec osiągniętych 10% w 2016 i 2015 ze względu na niższy wynik handlowy oraz wyższe saldo rezerw. Na koniec 1H'18 portfel kredytowy Eurobanku składał się z 6,2 mld PLN kredytów konsumenckich (+ 2 p.p. do udziału rynkowego) oraz 6,5 mld PLN hipotek (+1,4 p.p. do udziału rynkowego), z czego 1,1 mld PLN w hipotek denominowanych w CHF. Uwagę zwraca **C/I Eurobanku na poziomie 61%** na koniec 1H'18 **wobec 49% w Banku Millennium**, co daje szansę na osiągnięcie znaczących synergii kosztowych.

Eurobank: RZiS, bilans oraz główne wskaźniki

	2017	1H'18
Bilans (mln PLN)		
Kredyty netto	11 731	11 905
Aktywa razem	13 798	13 919
Depozyty	6 817	6 952
Finansowanie SocGen	4 437	4 431
Kapitały własne	1 565	1 520
RZiS (mln PLN)		
Wynik odsetkowy	662	328
Prowizje i opłaty	51	23
WNDB	746	383
Koszty operacyjne	-456	-232
Saldo rezerw	-122	-68
Podatek bankowy	-29	-15
Podatek	-36	-25
Zysk netto	103	42
Główne wskaźniki		
CET1 ratio	13,60%	15,10%
NPL ratio	8,70%	8,20%
Wskaźnik pokrycia	60,90%	72,30%
NIM	4,81%	4,74%
C/I	61,90%	60,70%
Koszt ryzyka	1,05%	1,15%
RoE	6,80%	5,40%

Źródło: Bank Millennium, Dom Maklerski mBanku

Synergie i koszty integracji

Bank chce osiągnąć **skumulowane synergii kosztowe w wysokości około 650 mln PLN** na przestrzeni kolejnych 5 lat. **Koszty integracji wynieść mają około 350 mln PLN** i mają zostać poniesione głównie w następnych dwóch latach. Bank Millennium będzie szukał oszczędności kosztowych w optymalizacji oddziałów bankowych (głównie w dużych miastach), konsolidacji back-office oraz systemów IT i niższych łącznych wydatkach marketingowych. Oczekujemy, że **transakcja wygeneruje także około 40 mln PLN oszczędności ze spłaty finansowania SocGen** (około 4,4 mld PLN).

Koszty integracji i synergii kosztowe

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022	2023
Koszty integracji*	-200	-100	-50	-	-
Synergie kosztowe	33	134	154	170	175

Źródło: Bank Millennium, *szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Marża odsetkowa wzrosła o 30 p.b.

Marża odsetkowa (do średnich aktywów) Banku Millennium na koniec 3Q'18 wyniosła 2,54%, zaś Eurobanku 4,74%, tyle że na koniec 1H'18 (ostatnie dostępne dane). Uważamy, że marża odsetkowa wzrosła w Banku Millennium z 2,54% na koniec 2018 roku do 2,87% w 2020 (wspierany także przez 1 p.p. podwyżek stóp).

Dywidenda

Transakcja spowoduje spadek wskaźnika wypłacalności CET1 do 15,9% lub 17,2% (po zaliczeniu całego zysku netto z 2018) z obecnego 20,9%. Oznacza to, że Bank Millennium nie spełni wymogów kapitałowych potrzebnych do wypłaty dywidendy w 2019 roku. Brak dywidendy w 2019 został również potwierdzony przez Zarząd banku. Bazując na obecnych wymogach KNFu szacujemy, że po integracji Eurobanku w 2019 roku i wzroście RWA Bank Millennium będzie spełniał wymogi do wypłaty 5% zysku netto w 2020 roku. Niemniej jednak uważamy, że bank nie wypłaci tak niskiej dywidendy przez kolejne 3 lata.

Kwartalne wyniki Banku Millennium

RZiS

(mln PLN)	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
Wynik odsetkowy	383,0	389,2	393,5	420,8	438,3	443,9	428,3	440,5	463,0
Wynik prowizyjny	150,2	156,7	166,1	162,5	165,5	169,4	172,5	164,1	162,9
Wynik handlowy	45,6	58,8	53,3	53,7	53,0	59,7	52,9	66,2	64,2
Pozostałe przychody	11,3	15,8	25,5	11,0	20,9	12,5	13,7	11,2	9,7
Przychody pozaodsetkowe	207,1	231,2	244,8	227,2	239,4	241,6	239,1	241,4	236,9
Koszty operacyjne	277,8	281,7	314,5	293,2	290,5	304,5	330,2	302,0	316,0
Pozostałe koszty	19,1	39,1	15,5	13,0	20,1	29,4	15,3	16,1	13,1
Całkowite koszty	296,9	320,8	329,9	306,3	310,6	333,9	345,5	318,1	329,1
Zysk operacyjny*	293,1	299,6	308,4	341,7	367,1	351,7	321,9	363,8	370,7
Saldo rezerw	53,5	71,7	59,7	63,0	69,7	63,0	50,8	55,2	58,0
Udział w zyskach jednostek zależnych	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	239,6	226,5	248,7	278,7	297,4	288,7	271,1	308,6	312,8
Podatek dochodowy	53,4	48,9	61,0	58,7	63,6	60,8	63,6	67,5	64,7
Zyski udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	186,2	177,6	187,7	220,0	233,9	227,9	207,5	241,1	248,1
Podatek bankowy	47,4	46,1	47,2	46,5	46,4	48,3	52,2	48,5	47,9
Zysk netto	138,8	131,5	140,5	173,6	187,5	179,6	155,3	192,7	200,2

*przed kosztami rezerw

Bilans

(mln PLN)	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
Kredyty netto	46 477	47 111	47 121	47 381	47 899	47 411	48 000	50 256	50 915
Inne aktywa oprocentowane	19 578	20 747	20 056	20 781	21 112	21 932	23 421	21 258	21 174
Inne aktywa nieoprocentowane	1 083	936	1 129	1 327	1 457	1 798	1 589	1 152	1 319
Aktywa ogółem	67 138	68 793	68 306	69 489	70 468	71 141	73 009	72 666	73 408
Depozyty	54 298	55 876	56 376	56 988	56 679	57 273	59 474	59 831	60 223
Inne zobowiązania oprocentowane	3 792	3 588	3 114	3 564	4 584	4 402	4 112	2 907	3 240
Inne zobowiązania nieoprocentowane	2 197	2 388	1 673	1 597	1 611	1 694	1 691	2 020	1 834
Zobowiązania ogółem	60 286	61 852	61 162	62 149	62 874	63 369	65 277	64 758	65 297
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitał własny	6 852	6 941	7 144	7 340	7 594	7 773	7 732	7 908	8 111

Bank Millennium: Wymogi kapitałowe do wypłaty 75% lub 100% zysku netto po 2018 roku

	75%	100%
Baza do dywidendy (Tier1)	6,00%	6,00%
Baza do dywidendy (TCR)	8,00%	8,00%
Bufor CHF	5,41%	5,41%
OSII	0,00%	0,00%
Bufor zabezpieczający	2,50%	2,50%
Bufor ryzyka systemowego	3,00%	3,00%
Extra bufor KNF	1,50%	1,50%
Bufor stres testowy		3,47%
Razem Tier1	17,06%	20,53%
Razem TCR	20,41%	23,88%

Wskaźniki proforma banku

CET1 2018	17,20%
-----------	--------

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mln PLN)	%
Etap I (2019-20)	0,0	0,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	570,3	3,8
Etap II (2021-35)	10 418,6	70,1
Etap III (2036-55)	3 032,7	20,4
Wartość rezydualna	846,5	5,7
Wartość godziwa kapitałów własnych	14 868,1	100,0
Liczba akcji (mln)	1 213,1	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	12,3	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	13,0	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mln PLN)	%
Początkowe TNAV	8 028,7	57,4
Etap I (2018-20)	801,0	5,7
Korekta o wartość pieniądza w czasie	953,3	6,8
Etap II (2021-35)	3 073,9	22,0
Etap III (2036-55)	1 123,1	8,0
Wartość godziwa kapitałów własnych	13 979,9	100,0
Liczba akcji (mln)	1213,1	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	11,5	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	12,3	

Główne wskaźniki finansowe

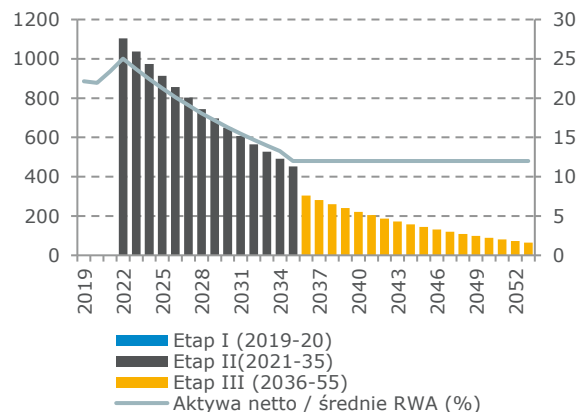
(%)	2018	2019	2020	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	5,3	5,7	6,0	5,0
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,8	2,6	2,4	2,0
Koszty / średnie RWA	-3,9	-4,5	-4,1	-3,3
Koszty / dochody	48,6	53,6	48,2	47,2
Saldo rezerw / średnie RWA	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
Efektywna stopa podatkowa	-21,5	-21,5	-21,5	-19,0
Pozostałe / RWA	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5
Wynik netto / średnie RWA	2,7	3,0	2,7	2,3
Aktywa netto / średnie RWA	23,5	22,1	21,9	18,0
Zwrot z aktywów netto	11,5	13,7	12,2	13,1
Wzrost zysku netto	7,2	5,2	30,5	0,8
Średnie RWA (mln PLN)	34 193	40 422	46 375	66 532
Wzrost średnich RWA	-1,5	18,2	14,7	3,8

*średnia dla lat 2021-35P

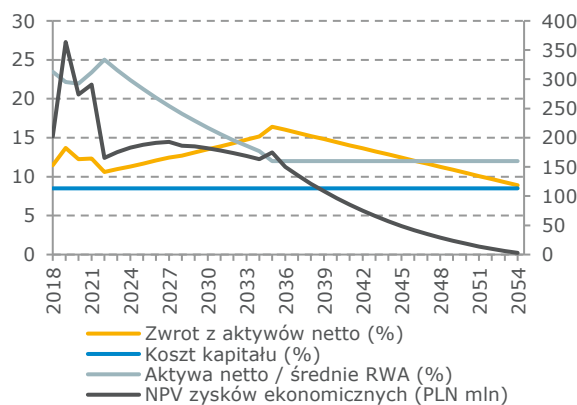
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	12,26
Metoda zysków ekonomicznych	11,52
Średnia wartość godziwa	11,89
Podatek bankowy	-2,40
9M cena docelowa	10,10

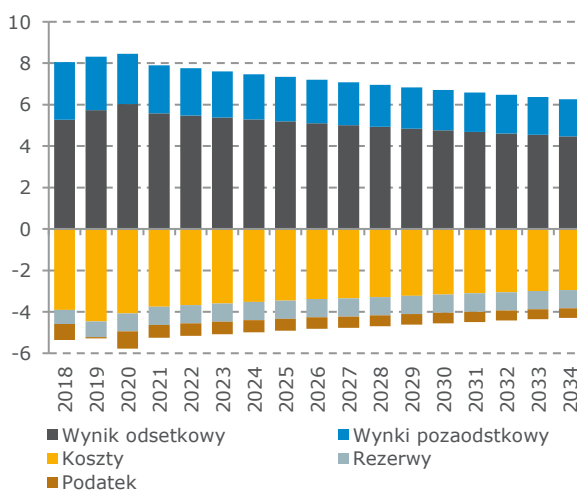
Metoda zdyskontowanych dywidend (mln PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	1 454,1	1 365,2	1 505,8	1 696,5	1 803,9	2 320,8	2 794,8
Wynik prowizyjny	611,7	596,2	581,0	663,6	663,0	716,6	770,3
Wynik handlowy	203,1	219,5	490,6	219,6	241,6	276,0	310,4
Pozostałe przychody	39,4	58,3	50,6	69,9	45,4	46,8	48,2
Przychody pozaodsetkowe	854,2	874,0	1 122,2	953,1	950,0	1 039,4	1 128,9
Wynik na działalności bankowej	2 308,4	2 239,2	2 628,0	2 649,6	2 753,9	3 360,1	3 923,8
Koszty ogółem	1 204,2	1 309,1	1 268,1	1 280,6	1 337,2	1 802,0	1 892,7
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 104,2	930,1	1 359,9	1 368,9	1 416,8	1 558,1	2 031,0
Saldo rezerw	265,5	241,2	231,2	255,4	229,2	308,3	399,6
Udział w zyskach jednostek zależnych	-0,2	-1,4	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	838,5	687,5	1 127,3	1 113,5	1 187,6	1 249,8	1 631,5
Podatek dochodowy	187,5	141,0	252,0	244,0	255,8	269,2	351,4
Zyski udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	650,9	546,5	875,3	869,6	931,8	980,6	1 280,1
Podatek bankowy	0,0	0,0	174,1	188,3	199,0	238,9	252,1
Zysk netto	650,9	546,5	701,3	681,2	732,8	741,7	1 028,0

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 612	1 946	1 779	2 080	2 190	2 693	2 816
Należności od sektora finansowego	2 385	2 349	1 268	254	276	284	291
Kredyty i pożyczki	44 143	46 369	47 020	47 411	52 108	67 538	71 492
Dłużne papiery wartościowe	10 825	14 644	17 790	19 598	20 186	22 535	23 323
Aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne	213	218	226	266	273	551	562
Inne aktywa	563	708	709	1 532	1 548	1 563	1 579
Aktywa ogółem	60 740	66 235	68 793	71 141	76 581	95 164	100 064
Zobowiązania wobec sektora finansowego	2 037	1 444	1 271	2 353	3 088	11 208	13 282
Depozyty	47 591	52 810	55 876	57 273	61 466	69 899	71 828
Wyemitowane papiery wartościowe	2 429	1 479	1 653	1 347	1 279	2 559	2 431
Otrzymane pożyczki podporządkowane	640	640	664	702	719	736	753
Inne zobowiązania	2 278	3 419	2 388	1 694	1 709	1 725	1 740
Kapitały własne	5 765	6 443	6 941	7 773	8 319	9 037	10 029
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa ogółem	60 740	66 235	68 793	71 141	76 581	95 164	100 064

Wskaźniki finansowe

%	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	5,7	5,0	1,4	0,8	9,9	29,6	5,9
Depozyty	5,0	11,0	5,8	2,5	7,3	13,7	2,8
Kapitały własne	7,5	11,8	7,7	12,0	7,0	8,6	11,0
Aktywa	6,5	9,0	3,9	3,4	7,6	24,3	5,1
Zysk netto	21,5	-16,0	60,2	-0,7	7,2	5,2	30,5
Wynik odsetkowy	19,2	-6,1	10,3	12,7	6,3	28,7	20,4
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	92,8	87,8	84,2	82,8	84,8	96,6	99,5
Depozyty / aktywa	78,4	79,7	81,2	80,5	80,3	73,5	71,8
Kredyty / aktywa	72,7	70,0	68,4	66,6	68,0	71,0	71,4
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	9,5	9,7	10,1	10,9	10,9	9,5	10,0
Współczynnik wypłacalności	15,2	16,7	17,4	22,0	22,2	19,0	19,7
Współczynnik Tier 1	14,0	16,4	17,3	20,0	20,4	17,6	18,3
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	4,2	4,6	4,5	4,6	4,8	5,4	5,2
Rezerwy / kredyty brutto	3,0	3,1	2,8	3,1	3,6	3,9	3,8
Rezerwy / NPL	70,6	66,3	62,6	67,1	75,0	72,5	72,1
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6
Zyskowność							
Marża odsetkowa*	2,5	2,2	2,3	2,5	2,5	2,8	2,9
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	2,5	2,2	2,2	2,4	2,4	2,7	2,9
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	1,5	1,4	1,7	1,4	1,3	1,2	1,2
Koszty / średnie aktywa	2,0	2,1	1,9	1,8	1,8	2,1	1,9
Koszty / przychody	52,2	58,5	48,3	48,3	48,6	53,6	48,2
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
Zysk brutto / średnie aktywa	1,4	1,1	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7
Efektywna stopa podatkowa	22,4	20,5	22,4	21,9	21,5	21,5	21,5
ROA	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,1
ROE	11,7	9,0	10,5	9,3	9,1	8,5	10,8
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1
Średnia liczba akcji (mln)	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1
EPS (PLN)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8
BVPS (PLN)	4,8	5,3	5,7	6,4	6,9	7,4	8,3
P/E (x)	17,7	21,1	16,4	16,9	15,7	15,5	11,2
P/BV (x)	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,1
DPS (PLN)	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego postugującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 14 listopada 2018 o godzinie 8:43.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 listopada 2018 o godzinie 8:43.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące Banku Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	8,40	8,40	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	8,85	9,27	9,12	8,35	9,59

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl